

经济理论与经济管理 2019 年第 6 期

诉讼风险、资金持有 与企业资产配置^{*}

苗 妙 邓肖娟

〔提 要〕 本文以企业的固定资产和金融资产配置为切入点，选用 2001—2015 年所有 A 股非金融类上市公司的诉讼数据，实证检验了诉讼风险对企业资产配置决策的影响。结果表明，诉讼风险对企业资产配置具有负向调节作用，尤其显著缩减了金融资产的配置规模和比例；诉讼风险对非国有企业及中西部地区企业资产配置的冲击更为明显；诉讼风险的作用机理是资金削弱效应，即减少内部可用现金流和提高外部可融资金成本。本文的研究为我国市场经济法制建设的完善和企业投融资决策提供了启示。

〔关键词〕 诉讼风险；企业资产配置；资金持有；所有制性质；地区差异

一、引言

企业资产配置是企业进行投资形成的资产结构，其目的是实现投资收益最大化和风险控制，反映了资产投资的内容和范围，并对企业的经营业绩、盈利能力、风险管理产生重要影响。合理配置资产是企业持续经营、培育核心竞争力、获得市场占有率以及拥有明朗发展前景的必要条件。从企业资产投资的内容来看，企业在实物类和金融类资产间的配置内嵌于实体经济与虚拟经济发展的相对关系中。在我国金融资源偏离实体经济发展的现象广泛存在以及资金“脱实向虚”的背景下，实体企业既要顺应国家重视发展实体经济的战略举措，又必须面对金融市场日益蓬勃发展和金融资产投资多样化的投资诱惑，这考验着企业如何在资产配置上做出合理的抉择。对企业自身而言，投资结构逐渐发生变化，优化配置固定资产和金融资产结

构的需求愈发凸显。因此，作为处理实体经济与虚拟经济关系的一个重要层面，企业在实物资产与金融资产间的配置成为理论和实践研究的热点问题。

从企业资产配置的影响因素看，一方面，企业微观层面的因素起着重要作用。如企业本身的市场价值（Barnett & Sakellaris, 1999）、资产性质（Almeida & Campello, 2007）、管理者特征（Facchio *et al.*, 2016），以及公司治理因素（赵纯祥和张敦力, 2013）等。其中，资金持有水平（包括内部自由现金流和外部可融资金）最为关键，它是维持企业资产配置效率的经济来源和助推力量。企业现金持有水平影响企业投资决策的执行（何青和李皓鹏, 2013），且不同公司融资能力的差异决定了其资产配置水平的不同（童盼和陆正飞, 2005）。另一方面，企业资产配置也受到外部环境的影响，尤其是外部风险的冲击。从经济、政治和法治等宏观视角考察不确定性因素，学者们发现经济政策不确定性上升会对企业资产配置产生抑制作用（李凤

^{*} 苗妙，华南理工大学经济与贸易学院，邮政编码：510006，电子信箱：miaomiao@scut.edu.cn；邓肖娟（通讯作者），厦门大学经济学院。本文得到中央高校基本科研业务费专项资金（XBS04）以及广州市哲学社会科学规划课题（2018GZQN08）的资助。感谢匿名评审人提出的修改建议，笔者已做了相应修改，本文文责自负。

羽和杨墨竹, 2015), 政治经济周期波动中地方官员更替的不确定性会显著影响企业资产配置效率(陈艳艳和罗党论, 2012), 法治环境的变化也会影响企业投资结构偏向(苗妙等, 2016)。

近年来, 随着企业间诉讼案件的持续增加, 诉讼风险已成为影响企业投资行为的重要外部不确定性因素。全国法院新收、审执结的民商事案件数量增幅明显, 逐创新高。仅2016年, 我国非银行金融上市公司就披露诉讼案件共计6847起。^① 企业涉诉会产生高额费用和潜在赔偿风险, 使公司陷入流动资金困难的境地, 破坏稳定的运营环境, 降低被诉企业经营绩效和股东权益(Bizjak & Coles, 1995), 进而给企业声誉带来负面影响(谢红军等, 2017)。已有研究表明, 企业涉诉风险对审计收费定价(冯延超和梁莱歆, 2010)、公司信息披露政策(Rogers & Stocken, 2005)以及债务成本均有着显著的影响(王彦超等, 2016)。在诉讼风险对企业资产配置的影响研究中, 已有研究围绕诉讼风险对企业技术类资产投资的影响进行了分析, 并得到了有意义的结果(潘越等, 2015; 2016), 而对企业在实物类资产和金融类资产之间的资产配置研究较少。那么, 备受诉讼负面影响的企业是否会迫于各种压力而压缩资本支出、缩减企业资产配置规模和调整资产配置的类型的呢? 这是本文试图探究的主要问题。

进一步地, 如果诉讼风险影响企业资产配置, 那么其逻辑机理是什么呢? 传统理论认为, 企业资产配置活动与资金约束有着密切的联系, 资金流增加可以促进企业投资扩张(付文林和赵永辉, 2014), 满足企业规模经济的渴望。资金持有水平是企业生存和发展的“血脉”。当外部不确定性增加时, 为防止未来资金短缺而放弃有价值的投资机会, 企业的投资—现金流敏感性会降低。从这一角度看, 诉讼纠纷对企业的预期资金持有具有削弱效应, 进而会降低企业增加资产配置规模的意愿。其影响路径可能是, 资金有限的企业面临诉讼引致的高额诉讼费用和潜在的资金赔偿风险, 会削减企业未来的资本规模, 令其现金流趋紧和外部融资

受约束, 降低用于投资的可支配资金持有量。管理者可能会限制企业资本的使用, 进而放弃良好的投资机会, 缩减资产购置规模和调整结构, 使资产配置行为变得更保守。那么, 诉讼风险是否可能主要通过影响企业预期可支配资金持有水平, 进而作用于企业的资产配置活动呢? 这是本文试图探讨的第二个问题。

本文以2001—2015年所有A股非金融类上市公司为样本, 选取企业涉诉和诉讼次数作为企业诉讼风险的衡量指标, 实证研究诉讼风险是否会影响企业在实物类和金融类资产间的配置决策, 并以预期可支配资金持有水平作为分析路径, 进一步揭示诉讼风险对企业资产配置的作用机理。本文的贡献主要体现在以下两个方面: 第一, 深化和拓展了企业资产结构配置偏向的相关研究。本文创新性地从诉讼风险视角研究涉诉企业在资产规模、资产类型和搭配比例上是否受影响, 拓宽了我们对企业资产配置影响因素的理解。第二, 丰富和补充了企业诉讼作用结果方面的研究。当前我国关于企业诉讼的研究处于初始阶段, 研究成果较少。本文从企业资产结构配置偏向的角度, 研究诉讼风险对企业活动的影响机理, 为这一研究领域提供了新的证据。

本文的研究框架如下: 第二部分是理论分析与研究假说; 第三部分是研究设计描述; 第四部分是实证结果与分析, 检验诉讼风险与企业资产配置的关系; 第五部分是机制检验, 验证诉讼对企业资产配置的传导路径; 最后一部分是研究结论与启示。

二、理论分析与研究假说

在完美的资本市场假设下, 公司的投资决策与其资本结构无关。但在现实复杂环境中, 由于未来事件的不确定性以及不完全契约下的信息不对称、税收约束、交易成本等摩擦因子普遍存在, 企业的资产配置决策往往受制于多方面因素。除公司内部

^① 资料来源: 赛尼尔法务智库:《2017中国上市公司法律风险指数报告》, 2017年11月。

治理因素外,企业资产配置还因政治、法治、金融化等公司治理外部环境的差异而不同(La Porta *et al.*, 2008; Shleifer and Vishny, 1997)。诉讼风险作为重要的外部不确定性之一,可以通过破坏企业的经营环境和改变企业的发展前景来影响企业的未来决策选择。企业卷入诉讼纠纷后,未知的判决结果及潜在的败诉风险会迫使管理者在企业投资决策上作出调整。此外,在资金有限的情况下,由于不同类别资产具有不同的性质,企业在调整资产结构的难易程度和可控程度、资产调整后的市场反应、债务融资等方面均有差异。

(一) 诉讼风险与企业资产配置

企业资产配置除了受企业内部因素的制约,也深受外部环境的影响。Myers & Majluf (1984)指出,在不完美市场下,各种摩擦因子会提高公司的融资成本,增加公司的融资压力,减少其能够获取外部资金的数量,导致企业被迫放弃某些看好的投资机会,使资产配置效率偏离最优水平。外部环境的不确定性会引起未来突发事件的发生,为了维持可持续经营,资金有限的企业需要平衡当前投资与未来支出,预留充裕的现金来应对未来流动性问题(Almeida *et al.*, 2004)。Bloom *et al.* (2007)提出了“决策的不轻易可逆性”和“当期投资影响下一期投资回报”的观点,明确指出企业在投资过程中面临不确定性时会采取等待策略以防患于未然。

当将视角转向企业所面临的外部不确定性风险时,我们发现随着依法治国理念的深入人心,采取诉讼途径解决各种民事纠纷已成为当事人权利救济的主要方式。然而,在诉讼案件从起诉到审判,从最终判决到执行判决这短则几个月长则几年的周期里,隐藏着各种未知的风险。一方面,诉讼会产生律师费和诉讼费等显性成本,企业可能因败诉而需要偿还资金及支付诉讼费,导致企业陷入现金流趋紧的困境,替代了用于投资和再生产的资金;另一方面,诉讼也会带来如损耗经理人精力及声誉的隐性成本。诉讼的发生会加剧内部代理冲突,弱化企业声誉,降低企业的融资额度,削减企业的经营绩效(谢红军等, 2017)。企业自身声誉受损,对银行贷款、商业信用等融资渠道造成一定的冲击,

使得融资约束增大(Field *et al.*, 2005)。因此,在市场经济环境下,企业的资金持有水平对企业的生存和发展具有举足轻重的作用,但诉讼风险大大削弱了企业未来拥有的资金持有量,降低了企业增加资产购置和扩大资产规模的意愿,破坏了企业持续健康的发展。诉讼带来的重大外部不确定性风险可能引致潜在经济利益流出,使企业资金运转困难,持续经营能力受损。

从诉讼风险影响实物类资产和金融类资产的配置角度看,相对于金融类资产,固定资产投资数额大、回收期长,且具有不可逆性,对企业影响长远,一旦决策失误,将会产生巨大的损失。企业面临诉讼时,胜诉或败诉的不确定性风险会使企业选择短期内观望。为了避免代价高昂的决策失误,企业会等待最佳的投资时机并减少当前固定资产投资(Bernanke, 1983)。对于金融资产,有学者发现我国企业的金融资产配置主要基于“蓄水池”的动机,以应对企业未来发生不确定性时资金短缺的流动性问题(胡奕明等, 2017)。因此企业面临诉讼风险越大,资金压力越大,企业越会变现短期金融资产,削减金融资产规模,以维持企业的正常运转。

综上所述,诉讼风险对企业预期用于投资的可支配资金持有水平具有削弱作用,迫使企业采取更谨慎的资产配置策略。基于上述分析,本文提出假说1。

假说1 诉讼风险对企业资产配置决策具有负向影响,即涉诉企业诉讼次数越多,其在固定资产和金融资产的配置上缩减越多。

(二) 诉讼风险、所有制性质与企业资产配置

国有企业与非国有企业在管理、投资、运营等方面存在差异,因此资产配置策略不同。首先,国有企业固定资产的持有规模和配置比例较高。由于国有企业掌握着关系国计民生的产业,通常需要承担政策性负担并投资于一些非竞争性的公共行业或领域,如完善基础设施建设、配合国家发展战略等(林毅夫和李志赞, 2004)。随着混合所有制改革进程的不断推进,以及分业经营界限的不断淡化,国有企业虽然逐渐开展权益性投资,增加金融资产购置,促使企业资产结构多样化,但固定资产规模在

总资产中仍位居首位。其次,非国有企业以利润最大化为经营目标,其资产配置结构更侧重于与市场机制相匹配,在投资决策上具有更大的灵活性。因此非国有企业会在固定资产满足企业正常生产经营和扩大生产规模的基础上,辅之以金融资产作为企业发展壮大的补充要素。

进一步地,国有企业与非国有企业在制度和政策上所面临的不同待遇也导致二者对诉讼冲击的应对程度有所差异。在中国转型经济背景下,囿于制度缺陷及法律制度的不完善,非国有企业会面临较为严重的信贷资金配置歧视,融资约束问题严重(Lu *et al.*, 2012)。虽然近些年相关政策大力扶持非国有企业,但整体而言,非国有企业和国有企业在融资方面仍无法享受平等待遇。相反地,国有企业在面临外部危机时,政府会为其提供隐性担保,因此国有企业获取外部资金方面较少出现资金匮乏的问题,面临的融资约束相对较弱。相比于非国有企业,国有企业在诉讼中处于相对有利的地位,面临的诉讼风险影响程度较低,可能无须通过调整资产配置解决困境。只有在面临严重的诉讼危机时,企业才会适当调整资产配置,并在短期内采取谨慎性投资策略。对于非国有企业而言,企业经营很大程度要依靠自身力量,管理者运筹帷幄,及时化解危机。当面临诉讼引致的资金流紧缺困境时,企业往往会调整资产配置决策,即充分利用资产流动性的特点,减少持有的资产规模,缓和现金流趋紧问题。由此,本文提出假说2。

假说2 保持其他条件不变,诉讼风险对企业资产配置决策的影响在所有权性质上存在差异,非国有企业受到诉讼风险的影响程度更加凸显。

(三) 诉讼风险、地区差异与企业资产配置

企业的资产配置决策会受经济发展水平、市场化程度、政府行为等宏观环境的影响,即企业的行为内生于外界特定的环境(La Porta *et al.*, 2008)。受自然环境、历史文化条件和经济地理等因素的影响,我国东部地区和中西部地区之间经济发展水平不平衡,表现为市场化进程、金融聚集区域、金融政策选择区域等方面的差异,尤其体现为各地金融发展水平的不同。金融发展可以有效缓解

企业融资约束,金融发展水平较高的地区上市公司融资约束相对较弱(沈红波等,2010)。在经济发展水平高的东部地区,金融发展为面临困境的企业提供众多金融工具和融资方式,以缓解融资约束问题。同时,市场化程度高的地区,要素市场和产品市场的流动性加快,经济自由化的程度较高,企业的风险承担水平也相对较高(李文贵和余明桂,2012)。东部地区营造的优越环境有效地确保了企业正常的运营,使企业不一定要通过调整资本投资策略来解决短期现金流趋紧的燃眉之急,而是促使管理者更多地着眼于企业长期发展。因此,诉讼风险对于拥有优越环境条件的东部地区影响程度较弱,优越的地区环境可以对企业缩减资产配置起到缓解调节作用。为此,本文提出假说3。

假说3 保持其他条件不变,诉讼风险对企业资产配置决策的影响在区域发展上存在差异。与中西部地区相比,东部地区的企业在资产配置决策中受到诉讼风险的抑制作用较小。

三、研究设计

(一) 研究样本和数据来源

本文选取2001—2015年全部A股非金融上市公司作为研究样本,并借鉴已有研究,根据研究需要对样本进行了筛选和剔除:剔除IPO上市当年的样本;剔除控制变量数据缺失的样本;剔除在样本区间内曾发生仲裁的诉讼样本;剔除因诉讼而导致破产的公司样本。本文使用的企业资产配置数据、企业诉讼数据及其他数据来自万得(Wind)、国泰安(CSMAR)数据库和各省份统计年鉴。

(二) 模型与变量

1. 模型设定。为了检验诉讼风险是否影响企业资产配置决策,本文借鉴潘越等(2015)以及胡奕明等(2017)的研究设计,构建实证模型如下:

$$\begin{aligned} Fixasset_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Litigation_{i,t-1} \\ & + \beta_2 Control_{i,t-1} \\ & + \beta_3 TimeDummy_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} Finasset_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Litigation_{i,t-1} \\ & + \beta_2 Control_{i,t-1} \\ & + \beta_3 TimeDummy_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

式中，被解释变量 *Fixasset* 和 *Finasset* 分别表示固定资产配置和金融资产配置，并从绝对规模 (*LFIXAS* 和 *LFINAS*) 和相对规模 (*FIXASR* 和 *FINASR*) 两个维度来衡量资产配置情况；解释变量 *Litigation* 是测度企业诉讼风险的指标，包括两个变量 *LitiDummy* (简写 *LD*，企业是否涉诉) 和 *LitiCount* (简写 *LC*，诉讼次数)。

本文对模型及相关数据进行如下处理：(1) 考虑到法律诉讼影响企业调配资产的作用效果并非立竿见影，在构建实证模型时将是否涉诉和诉讼次数两个变量滞后一期；(2) 为了消除极端值对回归结果的影响，对固定资产配置、金融资产配置和控制变量中的连续变量，在 1% 和 99% 的水平进行了缩尾处理；(3) 为缓解内生性问题，将控制变量中的连续变量均取滞后一期值。

2. 变量说明。(1) 被解释变量：企业资产配置。本文按照资产形态的不同，将企业资产分为固定资产和金融资产。在测度方面，常用的指标有资产负债表中的资产投资金额和现金流量表中的资产投资现金流。鉴于现金流量表中的金融资产配置数据存在较多缺漏值，影响实证研究的有效性，本文选择以资产负债表为基础来测度企业资产配置状况。固定资产是指企业生产经营或提供劳务所需配备的资产，包括固定资产、在建工程和工程物资；金融资产是指金融市场提供的金融工具，如股票、债券、各种金融衍生产品等，

参照胡奕明等 (2017) 的核算方法，具体包括货币资金、短期投资、交易性金融资产、可供出售金融资产、应收利息等。已有的研究大多数采用“相对规模” (企业各资产占总资产的比例) 指标来衡量企业资产的持有情况，但这一比值容易受到总资产规模的干扰，因此本文同时选择“绝对规模”和“相对规模”来衡量企业资产的持有规模和配置比例。

(2) 核心解释变量：企业诉讼风险，用企业是否涉诉以及诉讼次数衡量。本文参照潘越等 (2015) 的做法，利用公司在年度报告中披露的诉讼数据，以上市公司诉讼案件的首次公告日为准来确定诉讼发生的起始时点，最终得到 2001—2015 年共 2 752 家企业的诉讼样本。

(3) 控制变量。现有研究发现，企业盈利能力越强、成长性越高、规模越大，越有实力扩大资产配置规模和优化资产配置结构；企业面临高负债率会削减其投资支出以缓解财务困境；股权结构等公司治理因素也会影响企业投资行为。因此，本文在模型中加入了企业规模 (*She*)、负债水平 (*Lev*)、净资产收益率 (*ROE*)、成长性 (*Growth*)、股权集中度 (*CR10*) 作为控制变量。企业的资产配置决策在一定程度上还会受经济、金融、法治等宏观环境的影响，本文选择使用司法行政环境 (*Law*) 和地区金融发展水平 (*FDL*) 来控制宏观因素对企业资产配置决策的影响，并在模型中加入企业年龄 (*Age*) 和年度虚拟变量 (*Time Dummy*)。模型中各变量的定义如表 1 所示。

表 1 主要变量的定义及计算方法

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义	
因变量	固定资产配置	<i>Fixasset</i>	<i>LFIXAS</i> 绝对规模	ln(固定资产+在建工程+工程物资)
			<i>FIXASR</i> 相对规模	(固定资产+在建工程+工程物资)/总资产
	金融资产配置	<i>Finasset</i>	<i>LFINAS</i> 绝对规模	ln(货币资金、交易性金融资产等金融资产之和)
			<i>FINASR</i> 相对规模	(货币资金、交易性金融资产等金融资产之和)/总资产
自变量	企业涉诉	<i>LD</i>	上市公司前一期是否涉诉	
	诉讼次数	<i>LC</i>	ln(上市公司前一期被起诉次数+1)	

续前表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	企业规模	<i>She</i>	$\ln(\text{上市公司前一期账面总资产})$
	负债水平	<i>Lev</i>	上市公司前一期资产负债率
	盈利能力	<i>ROE</i>	上市公司前一期净资产收益率
	成长性	<i>Growth</i>	上市公司前一期总资产增长率
	股权集中度	<i>CR10</i>	上市公司前一年的前十大股东持股比例
	企业年龄	<i>Age</i>	上市公司成立的年数
	司法行政环境	<i>Law</i>	$(\text{地区律师人数}/\text{该地区总人口}) \times 100$
	金融发展水平	<i>FDL</i>	地区金融机构存贷款余额/该地区同年度名义GDP

资料来源：所有原始数据都来自万得（Wind）、国泰安（CSMAR）数据库和各省份统计年鉴。

（三）描述性统计分析

表2列示了式（1）和式（2）中主要变量的描述性统计结果。从资产规模和所占比重的最大值与最小值之差来看，无论是固定资产还是金融资产，不同样本公司之间资产配置的差距较大。

而企业诉讼的情况，由企业是否涉诉的均值得知，在整个样本期间有将近14%的公司陷入了诉讼纠纷。根据盈利能力、资产负债率和盈利能力的标准差，不同企业的自身营运情况也有较大差别。

表2 变量的描述性统计结果

变量名	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>LFIXAS</i>	26 214	20.043	19.977	1.626	15.331	24.516
<i>FIXASR</i>	26 212	0.302	0.269	0.201	0.003	0.819
<i>LFINAS</i>	26 234	19.699	19.725	1.484	14.942	23.585
<i>FINASR</i>	26 232	0.206	0.163	0.154	0.006	0.731
<i>LD</i>	26 237	0.139	0.000	0.345	0.000	1.000
<i>LC</i>	26 237	0.147	0.000	0.423	0.000	4.745
<i>She</i>	26 234	21.595	21.448	1.234	18.940	25.393
<i>Lev</i>	26 234	0.470	0.465	0.236	0.048	1.411
<i>ROE</i>	26 233	0.052	0.063	0.168	-0.989	0.599
<i>Growth</i>	24 432	0.180	0.096	0.390	-0.403	2.648
<i>Cr10</i>	26 071	0.584	0.597	0.155	0.218	0.921
<i>Age</i>	26 229	13.533	13.000	5.596	1.000	65.000
<i>Law</i>	26 104	0.026	0.016	0.027	0.002	0.121
<i>FDL</i>	26 104	3.084	1.389	1.292	2.693	7.303

四、实证结果与分析

（一）基准回归结果分析

本文式（1）和式（2）的Hausman检验 p 值分别为0.0000和0.0019，拒绝了随机效应模型的原假设，因此本文对基准回归采用固定效应模型

进行估计。

首先本文分别检验诉讼风险对企业固定资产配置和金融资产配置的不同影响，表3为实证结果。列（1）~列（2）和列（5）~列（6）分别展示了诉讼风险对绝对固定资产规模和相对固定资产规模的影响，结果表明诉讼风险与固定资产持有的绝对规模呈现负相关关系，且在1%的水平上

显著,即企业涉诉次数越多,固定资产的绝对规模便会显著减少,但相对固定资产规模的变化不显著、影响系数也较小。列(3)~列(4)和列(7)~列(8)分别为诉讼风险对绝对金融资产规模和相对金融资产规模的影响,结果显示企业涉诉(LD)和诉讼次数(LC)均显著为负且在1%

水平上显著,这说明诉讼风险使得企业金融资产的持有规模和占有比例显著缩减。因此,在控制了一系列企业层面的变量以及时间、行业固定效应后,诉讼风险对企业固定资产和金融资产的配置意愿具有明显的负向调节作用,假说1得到验证。

表3 诉讼风险与企业资产配置的回归结果

变量	绝对规模				相对规模			
	固定资产		金融资产		固定资产		金融资产	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
LD	-0.054*** (0.018)	—	-0.096*** (0.020)	—	0.000 (0.004)	—	-0.006*** (0.002)	—
LC	—	-0.058*** (0.020)	—	-0.114*** (0.023)	—	-0.001 (0.004)	—	-0.007*** (0.002)
She	0.812*** (0.058)	0.811*** (0.058)	0.612*** (0.048)	0.609*** (0.048)	0.013** (0.005)	0.013** (0.005)	-0.029*** (0.007)	-0.029*** (0.007)
Lev	0.014 (0.012)	0.015 (0.013)	-0.004 (0.011)	-0.003 (0.010)	0.003 (0.003)	0.003 (0.003)	-0.005** (0.002)	-0.005** (0.002)
ROE	0.003 (0.002)	0.003 (0.002)	0.002 (0.005)	0.002 (0.005)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Growth	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
CR10	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	0.013*** (0.001)	0.013*** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
Age	-0.019 (0.013)	-0.019 (0.013)	0.060*** (0.006)	0.060*** (0.006)	-0.008*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)
Law	-4.335** (1.665)	-4.315** (1.662)	-0.569 (1.735)	-0.542 (1.704)	-0.756*** (0.194)	-0.757*** (0.193)	-0.195 (0.275)	-0.194 (0.273)
FDL	-0.047 (0.035)	-0.046 (0.034)	0.060** (0.027)	0.060** (0.026)	-0.004 (0.007)	-0.004 (0.007)	0.013* (0.006)	0.013* (0.006)
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	3.414* (1.708)	3.438* (1.711)	4.840*** (0.956)	4.899*** (0.957)	0.223 (0.132)	0.225 (0.133)	0.654*** (0.132)	0.658*** (0.131)
观测值	21 689	21 689	21 704	21 704	21 688	21 688	21 703	21 703
Adj-R ²	0.399	0.399	0.446	0.447	0.095	0.095	0.060	0.060

注:***, **和* 分别表示在1%, 5%和10%水平上显著, 括号中为标准差且在行业层面聚类。下同。

资产的绝对规模是资产数量的体现,反映资产持有量的变化,涉诉企业的资产绝对规模变动可能

主要基于资金紧张的压力,直接迫使企业减少资产持有量;而资产的相对规模是资产结构的体现,反

映各资产占总资产的比重,进一步显示资产调整变化的情况。企业受诉讼风险的影响程度越高,资产占比和资产结构越会受到冲击,表现为风险驱动下的资产配置调整力度更大。进一步比较分析可以发现,相对于固定资产,诉讼风险对金融资产配置的抑制作用更大,表现为金融资产相对总资产的占比也显著下降,绝对规模和相对规模均受到诉讼的负面影响。究其原因,笔者认为这与各资产的属性有关。金融资产的流动性较好,易受市场环境、公司内部状况等影响,波动性大,是短期投资策略。若企业因诉讼而陷入资金困境,金融资产调配决策会更为敏感。而固定资产与企业长期发展战略密切相关,是企业生产经营和发展壮大的基础,需要维持固定资产投资的稳定性和持续性。在面临诉讼事件时,固定资产调配决策的敏感性相对较弱。

(二) 稳健性检验

1. 重新核算样本。第一,考虑到两种资产的核算方法不同可能会产生不同的研究结果,本文在此重新核算被解释变量:一是利用企业购进固定资产和其他长期资产而支付的净现金流数据代替利用资产负债表核算的固定资产数据,重复文中的回归。如表4结果显示,相关结果未发生显著变化。二是借鉴胡奕明等(2017)的做法,分别加上“投资性房地产净额”和减去“公允价值变动净收益”

来重新定义金融资产,重复文中的回归(结果如表5所示)。结果亦未发生实质变化。

第二,在诉讼案件中,上市公司通常会处于原告和被告这两种地位。由于诉讼会给被告带来更大的风险,且这种外部冲击具有较好的外生性,本文选择被告企业的子样本重新分析。表6显示结论基本一致。

因此,本文在基准回归中得到的结论不受变量测量和样本选择的限制,具有稳健性和可靠性。

2. 内生性与工具变量检验。企业诉讼风险与其资产配置决策可能存在反向因果的内生性问题,比如企业的资产配置决策不合理可能导致企业陷入诉讼纠纷。为此,本文选取“该地区本行业当年诉讼情况的均值”作为企业诉讼风险的工具变量对结果进行稳健性检验。为了验证该工具变量是否恰当,本文做了如下检验:首先,在基准回归模型中加入该工具变量,结果发现,当控制了其他变量后,该工具变量均不显著,但诉讼风险对企业资产配置的作用未发生实质性变化,说明该工具变量对企业资产配置没有产生直接影响。其次,对该工具变量采用两阶段最小二乘法回归,进行相关检验后发现,工具变量的各项检验符合要求。表7中诉讼风险对企业资产配置的影响依然显著为负,无论固定资产还是金融资产,资产规模均减少,资产配置决策趋紧。

表4 重新核算固定资产的回归结果

变量	固定资产			
	绝对规模		相对规模	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>LD</i>	-0.119*** (0.026)	—	-0.005** (0.002)	—
<i>LC</i>	—	-0.139*** (0.025)	—	-0.005** (0.002)
控制变量	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	3.156*** (1.051)	3.217*** (1.052)	0.123*** (0.021)	0.124*** (0.021)
观测值	18 329	18 329	19 389	19 389
<i>Adj-R²</i>	0.160	0.161	0.041	0.041

表 5

重新核算金融资产的回归结果

Panel A: 加上“投资性房地产净额”

变量	绝对规模		相对规模	
	(1)	(3)	(2)	(4)
<i>LD</i>	-0.096*** (0.019)	—	-0.007*** (0.002)	—
<i>LC</i>	—	-0.101*** (0.023)	—	-0.008*** (0.002)
控制变量	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	5.034*** (0.892)	5.072*** (0.891)	0.596*** (0.090)	0.599*** (0.090)
观测值	21 704	21 704	21 704	21 704
<i>Adj-R</i> ²	0.473	0.473	0.072	0.073

Panel B: 减去“公允价值变动净收益”

变量	绝对规模		相对规模	
	(1)	(3)	(2)	(4)
<i>LD</i>	-0.096*** (0.019)	—	-0.007*** (0.002)	—
<i>LC</i>	—	-0.101*** (0.023)	—	-0.008*** (0.002)
控制变量	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制
常数项	5.034*** (0.892)	5.072*** (0.891)	0.596*** (0.090)	0.599*** (0.090)
观测值	21 704	21 704	21 704	21 704
<i>Adj-R</i> ²	0.473	0.473	0.072	0.073

表 6

被告公司样本的回归结果

变量	绝对规模				相对规模			
	固定资产		金融资产		固定资产		金融资产	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>LD_bg</i>	-0.055** (0.019)	—	-0.127*** (0.025)	—	0.001 (0.004)	—	-0.007*** (0.002)	—
<i>LC_bg</i>	—	-0.062** (0.024)	—	-0.150*** (0.028)	—	0.001 (0.005)	—	-0.009*** (0.002)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	3.411* (1.705)	3.434* (1.710)	4.867*** (0.961)	4.930*** (0.961)	0.222 (0.132)	0.223 (0.133)	0.655*** (0.132)	0.659*** (0.132)
观测值	21 689	21 689	21 704	21 704	21 688	21 688	21 703	21 703
<i>Adj-R</i> ²	0.399	0.399	0.446	0.447	0.095	0.095	0.060	0.060

表 7

诉讼风险对企业资产配置的影响：工具变量检验

Panel A：加入工具变量的基准模型

变量	绝对规模				相对规模			
	固定资产		金融资产		固定资产		金融资产	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>LC</i>	-0.043** (0.015)	-0.058*** (0.020)	-0.100*** (0.020)	-0.114*** (0.023)	0.002 (0.004)	-0.001 (0.004)	-0.007*** (0.001)	-0.007*** (0.002)
<i>IV_LC</i>	-0.121 (0.313)	—	-0.126 (0.135)	—	-0.032 (0.037)	—	-0.015 (0.012)	—
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	4.003** (1.850)	3.438* (1.711)	4.701*** (0.752)	4.899*** (0.957)	0.215 (0.126)	0.225 (0.133)	0.561*** (0.117)	0.658*** (0.131)
观测值	18 091	21 689	18 100	21 704	18 090	21 688	18 099	21 703
<i>Adj-R</i> ²	0.381	0.399	0.449	0.447	0.105	0.095	0.057	0.060

Panel B：第一阶段回归

变量	<i>LD</i>	<i>LC</i>
<i>IV_LD</i>	0.048*** (0.018)	—
<i>IV_LC</i>	—	0.050** (0.024)
控制变量	控制	控制
观测值	20 482	20 482
<i>Adj-R</i> ²	0.022	0.028

说明：Panel A 中企业是否发生诉讼 (*LD*) 作为解释变量进行检验也得到一致的结果，因限于篇幅将回归结果省略。

(三) 进一步检验

1. 诉讼风险、所有制性质与企业资产配置。为了检验国有企业与非国有企业的资产规模和结构是否存在显著差异，本文增设“是否为国有企业”(*Soe*)变量，即当样本公司为国有企业时取值为1，反之为0，同时引入交乘项 (*Litigation* × *Soe*) 检验所有制性质差异对诉讼风险与企业资产配置的关系是否产生不同影响。

首先，本文考察诉讼风险对不同所有制企业的影响差异。表8显示，诉讼风险对非国有企业的影响程度更高，固定资产和金融资产都显著减少；而国有企业只有在诉讼次数较多时，其固定资产才会受到影响。可能的解释是，国有企业会依靠庞大的资产规模或者天然的政企关系等优势而使自己在诉

讼中处于有利地位，赔偿资金短缺的风险较小，因此无须通过资产调整来应对诉讼的冲击。其次，本文在回归中加入交叉项来进一步分析所有制的影响。表9显示，固定资产的 *Soe* 系数均为正数，且在1%水平上显著，表明国有企业的绝对和相对固定资产投资均高于非国有企业。这体现了国有企业的政策性负担性质，例如承担大量基础设施建设，导致国有企业的固定资产投资规模相对庞大。然而，金融资产的 *Soe* 系数在绝对规模上显著大于零，但相对规模不显著，即国有企业的金融资产数额显著大于非国有企业，但在持有比例上两者的差异不明显。这说明目前国有企业仍以固定资产配置占主导。同时，列(4)和列(8)中金融资产在绝对规模和相对规模中的交乘项系数均在1%水平上

显著大于零，表明诉讼风险对非国有企业的金融资产配置的抑制效应更强。因此诉讼风险对企业资产配置决策的影响在两种不同所有制性质企业中存在明显差异，支持了假说 2。

综合以上分析，非国有企业显著受到诉讼的负

面影响。在金融资产配置上，非国有企业受到诉讼风险的抑制作用更明显；而在固定资产配置上，非国有企业同样受到诉讼的负面冲击，但面临的诉讼风险越高，国有企业做出资产配置决策调整的力度越大。

表 8 诉讼风险、所有制性质与企业资产配置 I

变量	绝对规模				相对规模			
	固定资产		金融资产		固定资产		金融资产	
	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企
LC	-0.046* (0.024)	-0.073** (0.027)	-0.048 (0.036)	-0.175*** (0.032)	-0.001 (0.005)	-0.001 (0.005)	-0.003 (0.002)	-0.010*** (0.003)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	3.313** (1.348)	3.833* (2.044)	4.884*** (0.986)	4.641*** (1.165)	0.222 (0.153)	0.263** (0.124)	0.658*** (0.144)	0.638*** (0.148)
观测值	10 670	11 019	10 673	11 031	10 670	11 018	10 673	11 030
Adj-R ²	0.465	0.350	0.509	0.399	0.076	0.126	0.056	0.073

说明：表 8~表 10 中企业涉诉诉讼（LD）作为解释变量时重复以上检验也得到一致的结果，因限于篇幅将回归结果省略。

表 9 诉讼风险、所有制性质与企业资产配置 II

变量	绝对规模				相对规模			
	固定资产		金融资产		固定资产		金融资产	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Soe	0.099*** (0.014)	0.096*** (0.014)	0.071*** (0.014)	0.034** (0.014)	0.023*** (0.003)	0.026*** (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.005** (0.002)
LC	-0.108*** (0.018)	-0.116*** (0.027)	-0.215*** (0.019)	-0.326*** (0.028)	-0.012*** (0.003)	-0.003 (0.004)	-0.013*** (0.002)	-0.022*** (0.003)
LC×Soe	—	0.017 (0.035)	—	0.245*** (0.037)	—	-0.020*** (0.006)	—	0.021*** (0.004)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.760*** (0.142)	-0.760*** (0.142)	-0.252* (0.152)	-0.245 (0.151)	-0.102*** (0.027)	-0.102*** (0.027)	0.418*** (0.020)	0.419*** (0.020)
观测值	21 689	21 689	21 704	21 704	21 688	21 688	21 703	21 703
Adj-R ²	0.711	0.711	0.655	0.656	0.300	0.301	0.120	0.121

2. 诉讼风险、地区差异与企业资产配置。基于区域差异效应下企业发展产生不同的经营效益这一现状，本文依据国家统计局发布的地区分类标准将样本企业按照注册地省份划分为东部地区和中西部地区，增设“是否东部地区”（Region）变量，

当样本公司位于东部地区时取值为 1，反之为 0，并引入了交乘项（Litigation×Region）检验诉讼风险对企业资产配置的影响是否存在地域属性上的差异。

表 10 列出了地区差异下的回归结果。列（2）

和列(4)中两种资产绝对规模的交乘项系数均显著大于零,说明相比于中西部地区的企业,东部地区企业绝对固定资产和绝对金融资产投资都受到较小的诉讼冲击。列(6)和列(8)的交乘项系数在统计上不显著,表明固定资产和金融资产相对规模

受诉讼的影响不因地区差异而变化。故考虑地区差异时,诉讼风险短期内对企业资产配置的影响主要表现在资产配置规模大小上存在显著差异,中西部地区的企业减少资产持有数量更明显,这验证了假说3。

表 10 诉讼风险、地区差异与企业资产配置

变量	绝对规模				相对规模			
	固定资产		金融资产		固定资产		金融资产	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Region</i>	-0.061*** (0.014)	-0.076*** (0.014)	0.117*** (0.015)	0.101*** (0.015)	-0.023*** (0.003)	-0.023*** (0.003)	0.012*** (0.002)	0.013*** (0.002)
<i>LC</i>	-0.108*** (0.018)	-0.175*** (0.026)	-0.216*** (0.019)	-0.290*** (0.034)	-0.012*** (0.003)	-0.013** (0.005)	-0.013*** (0.002)	-0.011*** (0.004)
<i>LC</i> × <i>Region</i>	—	0.104*** (0.035)	—	0.114*** (0.041)	—	0.002 (0.006)	—	-0.002 (0.005)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.936*** (0.140)	-0.923*** (0.140)	-0.405*** (0.150)	-0.390*** (0.150)	-0.142*** (0.027)	-0.142*** (0.027)	0.419*** (0.019)	0.419*** (0.019)
观测值	21 689	21 689	21 704	21 704	21 688	21 688	21 703	21 703
<i>Adj-R</i> ²	0.711	0.711	0.656	0.656	0.300	0.300	0.121	0.121

3. 区分现金和其他金融资产的分析。诉讼会侵蚀企业整体财富,降低企业价值(Engelman & Cornell, 1988; Firth *et al.*, 2011),涉诉企业通常会支付高额的经济赔偿,并为重振员工士气和企业荣誉而努力,一系列的支出都将给企业内部带来巨大的损耗。现金作为金融资产的一部分,因其高流动性和普遍接受性,可以直接转化为其他任何资产形态的流动性资产。但现金的盈利性差,企业持有现金的动机往往基于预防储备,以应对流动性困境。反之,诸如股票、债券、基金、衍生产品等其他金融资产,兼具流动性、收益性和风险性,投资者除了满足资本流动,提高资本利用率,更倾向于获取投资收益,实现资本增值。

考虑到诉讼风险可能对现金及其他金融资产产生不同的影响,本文进一步对此进行检验。表 11 中列(1)~列(4)报告了诉讼风险影响企业现金资产的检验结果。与表 3 中金融总资产的结果一致,诉讼风险与现金资产在绝对规模和相对规模上

均显著负相关,这强烈支持了持有现金资产的储备动机。在诉讼风险的持续作用下,企业一直处于积极应诉的状态,期内相关直接费用和间接成本等各项资金源源不断地流出,资金缺口增大,使得企业总体表现为缩减现金资产配置以及时应对资金紧张的局面。对于其他金融资产,列(5)~列(8)中仅有资产的绝对规模得到显著结果,而其他金融资产的占比未获得有效验证。故诉讼风险对现金和其他金融资产均产生制约作用,充分利用金融资产的流动性,体现了金融资产的“蓄水池”功能。但负面冲击对其他金融资产的影响略有逊色,未波及其持有比重,这与其他金融资产的投资目的相关。诉讼风险往往作用于企业其他金融资产的短期投资需求,即其他金融资产作为现金替代和临时性投资的需求,在面临资金短缺时需求下降,相反以战略性投资为需求的大部分其他金融资产则受到诉讼风险的影响较少。因此,诉讼风险对企业金融资产配置的影响偏向于现金资产的调整。

表 11 区分现金与其他金融资产配置的回归结果

变量	现金资产				其他金融资产			
	绝对规模		相对规模		绝对规模		相对规模	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>LD</i>	-0.085*** (0.021)	—	-0.003* (0.002)	—	-0.111** (0.051)	—	-0.000 (0.002)	—
<i>LC</i>	—	-0.103*** (0.024)	—	-0.005** (0.002)	—	-0.118** (0.047)	—	-0.001 (0.001)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	4.836*** (0.954)	4.891*** (0.958)	0.663*** (0.129)	0.666*** (0.129)	3.023 (2.273)	3.054 (2.288)	0.162*** (0.044)	0.163*** (0.044)
观测值	21 704	21 704	21 703	21 703	12 798	12 798	12 798	12 798
<i>Adj-R</i> ²	0.416	0.416	0.062	0.062	0.241	0.241	0.062	0.062

五、影响机制检验

进一步地，本文对诉讼风险影响企业资产配置的微观机理进行实证检验，验证诉讼风险的资金削弱效应的有效性，揭示诉讼风险抑制企业资产配置的作用机制。Carpenter & Guariglia (2008) 研究指出，企业当期资金持有水平在投资决策中扮演着重要的角色，通过作用于企业的投资预期和信贷融资约束显著影响企业资产配置。而诉讼的负面冲击会产生企业内部现金流趋紧和外部融资约束两方面的作用，进而通过降低企业预期可支配资金持有水平，迫使企业缩减资产配置。一方面，高昂的诉讼成本加大了企业未来的内部资金压力，挤占了企业将用于投资的资金，使得企业为了维持正常经营不得不缩减资产存量。另一方面，诉讼对企业的声誉和形象所造成的影响会使企业面临信贷歧视。涉诉较多的企业会被贷款方认为违约风险较高、偿债能力较弱，因此贷款方会限制其信贷供给，增加其融资难度。

为了识别这两方面机制，本文通过引入“现金流量”和“融资成本”作为中介变量来对诉讼风险影响企业资产配置决策的传递机制进行分析。借鉴已有涉及企业现金流量测度的研究，本文采用企业

年度经营活动产生的现金流量净额 (*CashFlow*) 来衡量企业内部现金流持有水平。在融资成本方面，本文参照陶锋等 (2017) 的做法，用利息支出与总负债的比值来衡量融资成本 (*FinCost*)，反映企业外部资金持有的难度。另外，考虑到所有制性质和地区差异在诉讼对企业资产配置的影响中的作用存在差异，本文也控制了所有制性质和地区属性。

本文借鉴谢红军等 (2017) 的做法，首先验证两个传递因子受企业涉诉和诉讼次数的影响，揭示其对诉讼的反应。其次采用类似工具变量分析法来解释传递诉讼风险影响企业调配资产的机制。具体做法为，将企业涉诉与诉讼次数分别与两个中介变量进行线性拟合，然后利用拟合值来替代诉讼变量分别考察其对固定资产和金融资产配置的统计影响，进而识别传递机制的有效性。

表 12 报告了两种机制对诉讼风险反应的结果。列 (1)~列 (4) 中两个诉讼变量 (*LD* 和 *LC*) 的系数均在 5% 的显著性水平上是统计显著，其中列 (1)~列 (2) 表明诉讼风险导致企业现金流减少，列 (3)~列 (4) 说明涉诉企业的融资成本会显著提高，故诉讼风险对企业未来可支配资金具有显著的削弱效应。两个传递因子都符合条件，为诉讼影响企业资产配置提供了可能的传导路径。

表 12

诉讼风险对企业资产配置的影响机制检验 I

变量	现金流量		融资成本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
LD	-0.060** (0.029)	—	0.014** (0.006)	—
LC	—	-0.061** (0.027)	—	0.012** (0.005)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.469*** (0.196)	-3.458*** (0.197)	-0.054*** (0.021)	-0.055*** (0.021)
观测值	16 637	16 637	20 510	20 510
$Adj-R^2$	0.587	0.587	0.017	0.018

表 13 为验证传递机制有效性的检验结果。从结果可知,采用企业涉诉与诉讼次数拟合的变量均在 1%的水平上统计显著,资产规模和所占比例与现金流量呈正相关关系,而与融资成本呈负相关关系,即现金流减少和融资成本提高都会引致企业缩减资产配置。这些结果完整

揭示了诉讼影响企业内部可用资金与外部可获资金,减少预期资金持有量,导致企业减少固定资产和金融资产配置的理论知识,同时也支持了诉讼风险的资金削弱效应理论分析,诉讼影响企业预期资金持有水平,进而决定企业资产结构配置偏向。

表 13

诉讼风险对企业资产配置的影响机制检验 II

变量	固定资产 (相对规模)				金融资产 (相对规模)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
CF_{LD}	0.290*** (0.072)	—	—	—	0.093* (0.055)	—	—	—
CF_{LC}	—	0.207*** (0.064)	—	—	—	0.122** (0.049)	—	—
$Cost_{LD}$	—	—	-1.060*** (0.257)	—	—	—	-0.801*** (0.195)	—
$Cost_{LC}$	—	—	—	-0.887*** (0.265)	—	—	—	-1.039*** (0.192)
Soe	0.014*** (0.004)	0.016*** (0.004)	0.018*** (0.003)	0.018*** (0.003)	-0.005* (0.003)	-0.006** (0.003)	-0.003 (0.002)	-0.004* (0.002)
$State$	-0.030*** (0.004)	-0.027*** (0.004)	-0.028*** (0.003)	-0.026*** (0.003)	0.007** (0.003)	0.006** (0.003)	0.008*** (0.002)	0.007*** (0.002)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.857*** (0.253)	0.566** (0.227)	-0.160*** (0.030)	-0.153*** (0.030)	0.794*** (0.194)	0.894*** (0.174)	0.384*** (0.022)	0.373*** (0.022)
观测值	16 629	16 629	20 495	20 495	16 637	16 637	20 508	20 508
$Adj-R^2$	0.289	0.289	0.304	0.304	0.147	0.147	0.125	0.125

注:资产配置绝对规模的回归结果因限于篇幅未列示,但与相对规模的回归结果基本一致。

六、研究结论与启示

在我国经济增长速度由高速增长转为中高速增长背景下,企业经营面临的不确定性不断增加,尤其随着法制改革深化,诉讼风险日益走高,逐步危及上市公司的健康发展。在外部风险冲击下,企业的投资活动深受影响,投资波动率增大,投资结构逐渐发生变化甚至扭曲,因而优化资产配置结构显得愈发重要。基于此,本文选取2001—2015年所有A股非金融类上市公司的数据,就诉讼风险与企业资产配置的关系进行了理论和实证分析,得到以下研究结论:(1)诉讼风险与企业资产配置呈显著的负相关关系,即涉诉企业会显著缩减资产配置。这种负效应对金融资产的作用更加显著,表现为绝对固定资产、绝对金融资产和相对金融资产均有所下降。(2)诉讼风险对非国有企业的影响程度更大,其固定资产和金融资产配置均显著受到抑制,但面临的诉讼风险越高,国有企业增加固定资产投资决策调整的幅度越大。(3)与中西部地区相比,东部地区的企业在资产配置决策中受到诉讼风险的抑制效应较弱。(4)诉讼对企业资产配置的影响机制是资金削弱效应,诉讼降低了企业预期可用于投资的可支配资金持有水平,即减少内部可用现金流和提高外部可融资金成本,迫使企业缩减资产配置。

本文的结论从资金持有角度证实了诉讼风险对企业投资和资产配置行为的内在机制,揭示了法制建设对微观企业资源配置的影响结果,为监管机构和利益相关者了解我国上市公司诉讼风险提供了经

验证据。此外,本文在一定程度上也验证了金融资产配置的“蓄水池”动机,即金融资产可以平滑企业外部冲击成本,缓解诉讼对企业的危害。但过度“金融化”的风险较大,企业要优化资产结构配置,在风险和收益二者间找到一个平衡点,防范实业企业弱化实体经济投资而过分追求金融资产的收益。实体经济是目的,虚拟经济则是手段和工具,合理的资产结构方可使企业生产经营更有活力,具备充足的风险承担能力,以获得更大的利润并谋求更好的发展前景。

本文的研究对企业治理和国家发展具有重要的启发意义。在企业层面,企业要树立良好的法律意识,合法、合规、诚信经营,审慎防范诉讼风险。这有助于企业避免不利因素的冲击,保持稳定的现金流,既能灵活使用内部可用资金,又能便捷地获得外部融资,减缓投资的融资约束,进而抑制资产的低效率配置。倘若不可避免地卷入诉讼中,企业要作好维持资产有效率配置的准备,及时应对诉讼的成本约束机制。更重要的是,沿袭传统文化中的“息讼”和“无讼”思想,积极达成诉前调解,降低诉讼带来的损失。在国家层面,深入推进多元化纠纷解决机制建设、设立诉讼调解前置制度等诉讼调解方案已在“两会”中多次被提议。随着调解方式在民事诉讼中重要性的凸显,我国应不断强化法律援助促成和解、仲裁加强庭外调解以及法院鼓励诉前联调等,建立高效的诉讼调解机制,提高诉讼效率,优化法律诉讼程序,降低诉讼成本。让企业意识到诉讼并非解决纠纷的必要手段,帮助企业减少诉讼风险对生产经营、资源配置和声誉形象等危害,保障企业健康可持续经营。

参考文献

- 陈艳艳、罗党论,2012:《地方官员更替与企业投资》,《经济研究》第S2期。
- 冯延超、梁莱歆,2010:《上市公司法律风险、审计收费及非标准审计意见——来自中国上市公司的经验证据》,《审计研究》第3期。
- 付文林、赵永辉,2014:《税收激励、现金流与企业投资结构偏向》,《经济研究》第5期。
- 何青、李皓鹏,2013:《融资约束、现金持有量与企业投资时机选择》,《南开经济研究》第3期。
- 胡奕明、王雪婷、张瑾,2017:《金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》第1期。
- 李凤羽、杨墨竹,2015:《经济政策不确定性会抑制企业投资吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》,《金

融研究》第4期。

李文贵、余明桂, 2012:《所有权性质、市场化进程与企业风险承担》,《中国工业经济》第12期。

林毅夫、李志赞, 2004:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》第2期。

苗妙、魏建、刘安, 2016:《法治环境、金融深化与企业投资结构偏向》,《中国经济问题》第2期。

潘越、潘健平、戴亦一, 2015:《公司诉讼风险、司法地方保护主义与企业创新》,《经济研究》第3期。

潘越、潘健平、戴亦一, 2016:《专利侵权诉讼与企业创新》,《金融研究》第8期。

沈红波、寇宏、张川, 2010:《金融发展、融资约束与企业投资的实证研究》,《中国工业经济》第6期。

陶锋、胡军、李诗田、韦锦祥, 2017:《金融地理结构如何影响企业生产率?——兼论金融供给侧结构性改革》,《经济研究》第9期。

童盼、陆正飞, 2005:《负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据》,《经济研究》第5期。

王彦超、姜国华、辛清泉, 2016:《诉讼风险、法制环境与债务成本》,《会计研究》第6期。

谢红军、蒋殿春、包群, 2017:《官司、声誉与上市企业更名》,《经济研究》第1期。

赵纯祥、张敦力, 2013:《市场竞争视角下的管理者权力和企业投资关系研究》,《会计研究》第10期。

Almeida, H., and M. Campello, 2007, "Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment", *Review of Financial Studies*, 20 (5): 1429-1460.

Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach, 2004, "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *Journal of Finance*, 59 (4): 1777-1804.

Barnett, S. A., and P. Sakellaris, 1999, "A New Look at Firm Market Value, Investment, and Adjustment Costs", *Review of Economics and Statistics*, 81 (2): 250-260.

Bernanke, B. S., 1983, "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", *Quarterly Journal of Economics*, 98 (1), 85-106.

Bizjak, J. M., and J. L. Coles, 1995, "The Effect of Private Antitrust Litigation on the Stock-market Valuation of the Firm", *American Economic Review*, 85 (3): 436-461.

Bloom, N., S. Bond, and J. V. Reenen, 2007, "Uncertainty and Investment Dynamics", *Review of Economic Studies*, 74 (2), 391-415.

Carpenter, R. E., and A. Guariglia, 2008, "Cash Flow, Investment, and Investment Opportunities: New Tests Using UK Panel Data", *Journal of Banking and Finance*, 32 (9): 1894-1906.

Engelmann, K., and B. Cornell, 1988, "Measuring the Cost of Corporate Litigation: Five Case Studies", *Journal of Legal Studies*, 17 (2), 377-399.

Faccio, M., M. T. Marchica, and R. Mura, 2016, "CEO Gender, Corporate Risk-taking, and the Efficiency of Capital Allocation", *Journal of Corporate Finance*, 39: 193-209.

Field, L. C., M. Lowry, and S. Shu, 2005, "Does Disclosure Deter or Trigger Litigation?", *Journal of Accounting and Economics*, 39 (3): 487-507.

Firth, M., O. M. Rui, and W. Wu, 2011, "The Effects of Political Connections and State Ownership on Corporate Litigation in China", *Journal of Law and Economics*, 54 (3), 573-607.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 2008, "The Economic Consequences of Legal Origins", *Journal of Economic Literature*, 46 (2): 285-332.

Lu, Z., J. Zhu, and W. Zhang, 2012, "Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China", *Journal of Banking and Finance*, 36 (2), 341-354.

Myers, S. C., and N. S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13 (2): 187-221.

- Rogers, J. L., and P. C. Stocken, 2005, "Credibility of Management Forecasts", *Accounting Review*, 80 (4): 1233-1260.
Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.

(责任编辑: 张雨潇)

LITIGATION RISK, CAPITAL HOLDING AND CORPORATE ASSET ALLOCATION

MIAO Miao¹ DENG Xiao-juan²

- (1. School of Economics and Commerce, South China University of Technology;
2. School of Economics, Xiamen University)

Abstract: Using litigation data of all non-financial companies listed in A-share from 2001 to 2015, this paper takes the allocation between fixed assets and financial assets as the start point to empirically analyze the influence of litigation risk on corporate asset allocation decisions. Results find that, the litigation risk has an obvious negative adjustment effect on the allocation of corporate assets, especially significantly reducing the scale and proportion of financial assets. And the asset allocation of corporations which are non-state-owned or located in the central and western regions are more affected by the risk of litigation. Additional test suggests that an action mechanism of litigation risk is the capital weakening effect, which further weaken the expected capital holding level of enterprises. The negative effect of litigation is to reduce the internal available cash flow and increase the expected cost of external financing capital, thus forcing the firms to abandon good investment opportunities and decrease the holding scale and allocation ratio of assets. As a conclusion, this paper provides enlightenment for the improvement of legal system construction in China's market economy and the decision-making of corporate investment and financing.

Key words: litigation risk; corporate asset allocation; capital holding; ownership property; regional differences